

La zone euro : une enfance difficile

Jérôme Creel, Jean-Paul Fitoussi, Eloi Laurent, Jacques Le Cacheux

► **To cite this version:**

Jérôme Creel, Jean-Paul Fitoussi, Eloi Laurent, Jacques Le Cacheux. La zone euro : une enfance difficile. Lettre de l'OFCE, Paris : Presses de la Fondation nationale des sciences politiques devenu Presses de Sciences-Po, 2008, pp.1-8. hal-01022592

HAL Id: hal-01022592

<https://hal-sciencespo.archives-ouvertes.fr/hal-01022592>

Submitted on 10 Jul 2014

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

La zone euro : une enfance difficile

Jérôme Creel, Jean-Paul Fitoussi,
Éloi Laurent et Jacques Le Cacheux

OFCE, Centre de recherche en économie
de Sciences Po

Dix ans après, sur fond de crise globale et de récession économique, le paradoxe est déroutant : l'euro séduit alors que la zone euro déçoit. C'est en effet dans une tension entre force d'attraction externe et force d'inertie interne, mais également entre promesses et accomplissements, que s'annonce l'anniversaire de la zone euro, région de la mondialisation où règne une stabilité sans prospérité. Ainsi, alors que l'euro a conquis sa place de monnaie polaire dans le système monétaire international, la gestion de son taux de change en a fait la victime consentante des déséquilibres mondiaux.

L'analyse du bilan économique, nominal et réel, de dix ans de monnaie unique révèle quant à lui un écart grandissant, et à certains égards inquiétant, entre ambitions et réalisations, entre États membres d'une part et entre citoyens et monnaie unique de l'autre. Après une enfance difficile, la prochaine décennie de la zone euro, celle de l'adolescence, doit être celle de la maturité, vers la majorité, c'est-à-dire la souveraineté économique.

Deux séries d'événements marquent l'actualité de la zone euro à quelques semaines du dixième anniversaire de sa création. Sous l'emprise du « syndrome islandais », les petites économies du Nord et de l'Est de l'Europe sont, parfois malgré elles, poussées à vouloir s'abriter derrière le bouclier de la monnaie unique. La zone euro accueillera d'ailleurs, le jour même de son dixième anniversaire, un seizième membre, la Slovaquie. Mais, attractive de l'extérieure, la zone euro n'en est pas moins en récession et le sera sans doute encore en 2009. Et si les sommets européens réunis à la hâte ces dernières semaines révèlent toutes les potentialités d'un gouvernement politique de l'économie européenne, celui-ci demeure pour l'heure accidentel, partiel et incertain. Dix ans après, le paradoxe est déroutant : l'euro séduit alors que la zone euro déçoit. C'est qu'il convient de distinguer entre les « choses » et le gouvernement des choses, ce que l'utilisation dans le débat européen de l'argument qui tue – « si vous êtes contre les politiques européennes, c'est donc que vous êtes contre l'Europe » – empêche, voire interdit. La création de l'euro, son existence même (les choses) délivrent les gouvernements nationaux de la tutelle des marchés de change, d'où son attrait pour des pays dont la monnaie est soumise à des attaques spéculatives sur ces marchés. Vive l'euro donc, ce qui ne signifie pas vive la politique économique de l'Europe.

C'est dans cette tension entre force d'attraction externe et force d'inertie interne, entre promesses et accomplissements, que s'annonce l'anniversaire de la zone euro, région de la mondialisation où règne une stabilité sans prospérité. Ainsi, alors que l'euro a conquis sa place de monnaie polaire dans le système monétaire international, sa gestion en a fait la variable d'ajustement des déséquilibres mondiaux. L'analyse du bilan économique, nominal et réel, de dix ans de monnaie unique révèle quant à lui un écart grandissant entre ambitions et réalisations, mais aussi entre États membres d'une part et entre les citoyens européens et leur monnaie de l'autre. Après une enfance difficile, la prochaine décennie de la zone euro, celle de l'adolescence, doit être celle de la maturité, vers la majorité, c'est-à-dire la souveraineté économique.

L'euro, monnaie polaire d'une mondialisation éclatée

On peut mesurer le rôle international d'une monnaie – le fait qu'elle soit utilisée hors de sa zone d'émission – selon trois fonctions (unité de compte, moyen de paiement et réserve de valeur) et deux usages (public et privé)¹. Il est cependant utile pour notre propos d'ajouter une clé supplémentaire à cette typologie : l'échelle géographique, régionale ou mondiale. Bien entendu, ces dimensions ne sont pas parfaitement étanches : le choix de la monnaie d'ancrage déterminera par exemple en bonne partie le choix de la monnaie utilisée de préférence dans les réserves de change détenues et les interventions opérées sur le marché des changes (le phénomène « d'euroisation »² concerne ainsi toutes les fonctions de la monnaie et le secteur privé comme le secteur public). Mais cette typologie se révèle la plus pertinente pour jauger en détail la montée en puissance de l'euro dans le système monétaire et financier international.

Centre de recherche en économie de Sciences Po

69, quai d'Orsay - 75340 Paris Cedex 07
Tél/ 01 44 18 54 00 - Fax/ 01 45 56 06 15
www.ofce.sciences-po.fr

Édité par les Presses de Sciences Po

117, boulevard Saint-Germain - 75006 Paris
Tel/ 01 45 49 83 64 - Fax/ 01 45 49 83 34

1. Paul Krugman, « The International Role of the Dollar: Theory and Prospect », in J. Bilson et R. Marston, (dirs.), *Exchange Rate Theory and Practice*, Chicago, University of Chicago Press, 1984. <http://www.nber.org/chapters/c6838.pdf> inspiré de Kenen, Peter (1983). *The Role of the Dollar as an International Currency*. Occasional Paper 13, Group of Thirty, New York. http://www.group30.org/pubs/pub_012x.pdf

2. « L'euroisation » désigne l'adoption unilatérale, hors du cadre des traités européens, de l'euro par une économie candidate ou non à la monnaie unique. Nous ne traiterons pas plus avant ce phénomène ici.

À la lumière de ces critères³, l'examen révèle que l'euro n'est pas encore devenu une monnaie globale, mais plutôt une puissante monnaie polaire dans une mondialisation régionalisée. De plus, son émergence ne s'est pas tant opérée au détriment du dollar qu'en substitution du yen. Cela ne doit guère étonner : la zone euro étant la deuxième puissance monétaire mondiale (en termes de PIB), sa devise ne pouvait que se substituer à celle des régions de moindre puissance. Il était illusoire d'imaginer qu'elle puisse détrôner d'emblée celle de l'économie la plus riche du monde. Enfin, à l'image du contexte économique dans lequel il s'est développé, l'euro apparaît davantage comme une monnaie financière que commerciale.

La fonction d'unité de compte

Pour le secteur privé, la fonction d'unité de compte correspond à celle de facturation des transactions commerciales et de libellé des produits financiers.

Le rôle de l'euro comme monnaie de facturation pour les biens et services est certes monté en puissance dans les pays de la zone euro comme dans les pays tiers depuis 1999, mais les calculs réalisés par Kamps (2006)⁴ montrent que le dollar demeure la monnaie dominante pour les transactions commerciales du fait de sa prépondérance dans les échanges de matières premières. La part du dollar était ainsi, pour une sélection de pays, de près de 50 % en 2004 pour la facturation des exportations hors zone euro, celle de l'euro n'atteignant que 28 %. Les dernières estimations de la BCE indiquent pour l'euro, selon une approche plus large qui comptabilise la facturation des exportations de la zone euro vers l'extérieur, une part comprise entre 39 % et 68 % en 2006. Le biais régional se confirme lorsque l'on considère la moyenne sur la période 2003-2006 de ce dernier chiffre, compris entre 55 % et 60 % pour les pays de la zone euro, de l'UE et les pays candidats à l'entrée dans l'UE, mais seulement de 25 % pour l'Afrique et de 5 % pour l'Asie⁵.

3. Les données utilisées ici, sauf mention contraire, sont celles de la Banque centrale européenne, voir notamment « The international role of the euro », BCE, Juillet 2008.

4. Annette Kamps, « The euro as invoicing currency in international trade », *Working Paper Series*, n° 665, Banque centrale européenne, Août 2006. <http://www.pedz.uni-mannheim.de/daten/edz-kit/ezb/06/w-paper/ecbwp665.pdf>

Sur le plan financier, la part de l'euro dans les titres de dettes émis hors zone euro (selon une définition étroite), était de 22 % en 1999 et a graduellement progressé jusqu'à 32,2 % en 2007 (la part du dollar déclinant simultanément de 50 % à 43,2 %, et celle du yen étant divisée par deux pour atteindre 5 % en 2007). Si l'on adopte une définition plus large de l'agrégat, incluant les émetteurs domestiques dont les produits visent les marchés internationaux, la part de l'euro double quasiment, de 25 % en 1999 à 48 % en juin 2007, alors que celle du dollar s'affaïsse de 50 % à 35 %. Ici encore, l'euro fait figure de monnaie polaire, puisque sa part s'élève à 78 % dans les nouveaux États membres, à 58 % dans les pays de l'UE hors zone euro, mais seulement à 24 % en Asie-Pacifique et à 17 % en Amérique latine. Qui plus est, le Danemark, le Royaume-Uni et la Suède comptent à eux seuls pour 45 % du volume total des titres financiers libellés en euros.

L'usage par le secteur public de la fonction d'unité de compte s'identifie à la notion de « monnaie d'ancrage », dont le choix se reflète dans la composition des réserves de change et les interventions des banques centrales. La BCE estime à cet égard que l'euro joue un rôle d'ancrage pour environ 40 pays, qui forment une sphère d'influence monétaire européenne qui s'étend au Sud jusqu'aux pays nord-africains et à la zone CFA et à l'Est jusqu'à la Russie. A titre de comparaison, le FMI estimait en 2007 que sur la totalité des pays utilisant un ancrage pour leur monnaie, environ un tiers utilisaient l'euro et deux tiers le dollar. Cependant, à partir de calculs sur les alignements de facto des monnaies, David Cobham (2008)⁶ soutient qu'un nombre plus important de pays est aligné à moyen terme sur l'euro que sur le dollar. Mais, selon ces mêmes calculs, le nombre de pays reliés au sens large à l'une ou l'autre devise est de 51 pour le dollar et de 36 pour la zone euro.

5. La question de l'usage de l'euro comme « monnaie parallèle » dans certaines économies de la sphère d'influence économique européenne n'est pas abordée ici.

6. David Cobham, « Changing currency alignments: euro versus dollar », Heriot-Watt University, mimeo, Juillet 2008. [http://www.sml.hw.ac.uk/dc34/€\\$alignment.pdf](http://www.sml.hw.ac.uk/dc34/€$alignment.pdf).

L'euro comme moyen de paiement international

La fonction de moyen de paiement d'une monnaie internationale concerne essentiellement son rôle comme véhicule sur le marché des changes. La référence est ici l'enquête triennale de la BRI dont la dernière édition date de la fin 2007. Celle-ci montre que la part de l'euro dans les transactions de change a légèrement décliné, de 39,6 % à 37 % de 1992 (euro reconstitué) à 2007, mais a augmenté de 1998 à 2007, passant de 30,1 % à 37 %. La part du dollar est quant à elle passée de 82 % en 1992 à 87,3 % en 1998 puis à 86,3 % en 2007. Ici aussi, le gain paraît avoir été acquis davantage par rapport au yen, passé de 20,2 % en 1998 à 16,5 % en 2007, que par rapport au dollar⁷. Le biais régional est également à nouveau apparent, la part de l'euro étant de 60 % dans les transactions réalisées dans la zone euro, de 42 % dans l'UE hors zone euro et de moins de 20 % dans les pays émergents. Il n'existe en revanche pas de données satisfaisantes sur la monnaie de prédilection des interventions des banques centrales de la planète sur le marché des changes.

L'euro, monnaie de réserve

La mesure du poids de l'euro comme monnaie de réserve internationale pour le secteur privé tient à sa part dans les dépôts et les prêts internationaux, que l'on peut calculer en excluant d'abord les prêteurs et emprunteurs de la zone euro. La part de l'euro est alors de 22,1 % en décembre 2007 pour les prêts et de 21 % pour les dépôts (respectivement stable et en baisse depuis 1999). Si l'on adopte une définition plus large (prêts vers et de l'extérieur de la zone euro), la part de l'euro passe pour décembre 2007 à 39 % pour les prêts « sortants » et à 55 % pour les prêts « entrants ». Pour les dépôts, les chiffres correspondants sont de 46,2 % et de 47 %. La prise en compte de la zone euro conduit donc à un doublement du rôle de la monnaie unique dans les prêts et dépôts internationaux.

L'usage public tient à l'accumulation de réserves de change, dont le volume a considérablement augmenté ces dernières années, mais dont on mesure mal la composition du fait du secret qui entoure les détentions

7. Le total de ces transactions est de 200 % car deux monnaies sont impliquées dans chaque transaction.

asiatiques et chinoises en particulier. Les informations disponibles montrent une progression de l'euro, dont la part a augmenté de 18 % en 1999 à 25,5 % en 2007. Dans le même temps, la part du dollar a certes décliné de 71 % à 65 %, mais l'euro, une fois encore, a surtout gagné du terrain sur le yen (et la livre sterling). Et, là aussi, sa part est bien plus forte dans son voisinage géographique, oscillant dans les nouveaux États membres entre 46 % et 100 %, et, dans un périmètre plus large, entre 47 % et 85 %, alors qu'elle n'atteint par exemple que 12 % au Pérou et 15 % en Uruguay.

L'euro, au total, a donc tous les attributs d'une monnaie polaire puissante au service des Européens, mais sa gestion, à commencer par la politique de change européenne, en a fait la variable d'ajustement des déséquilibres du système monétaire international.

L'euro, victime consentante du « nouveau Bretton Woods »

Lancé avec une parité de 1,17 dollar le 4 janvier 1999, l'euro a connu, en dix ans, d'amples mouvements de sa valeur externe. Faute d'accord au sein de l'Eurogroupe sur la conduite d'une véritable politique de change, pourtant prévue par le traité de Maastricht⁸, il a, entre-temps, subi passivement les conséquences des fluctuations des autres grandes monnaies, et singulièrement du dollar : sa dépréciation initiale, jusqu'à atteindre près de 0,8 dollar, lui a valu d'être qualifié de « monnaie faible » pendant les deux premières années de son existence, alors même que la croissance économique européenne était soutenue ; et sa très forte et très durable appréciation, jusqu'au début de l'été 2008, n'a pas peu contribué à ralentir la croissance dans les années de grand dynamisme de l'économie mondiale en rétrécissant comme peau de chagrin les parts de marché des économies européennes à l'exportation.

Des fluctuations subies

Les circonstances internationales qui ont prévalu au cours des dix premières années d'existence de la monnaie européenne sont dominées

8. Sur l'absence de politique de change, les dispositions du traité et les circonstances du renoncement de l'Eurogroupe, voir J. Creel, É. Laurent et J. Le Cacheux, « Politique de change de l'euro : le hold-up tranquille de la BCE », *Revue de l'OFCE*, n° 100, janvier 2007.

par l'accélération de la mondialisation des échanges et de la production et par la montée en puissance des économies asiatiques, au premier rang desquelles la Chine. Le lancement de l'euro survient, rappelons-le, au lendemain des crises financières asiatique (1997) et russe (1998), qui ont profondément ébranlé le modèle alors dominant de développement des économies émergentes, largement fondé sur des stratégies « extraverties » de croissance, tirées par les exportations, financées par des entrées de capitaux importantes et assises sur des taux de change fixes à l'égard du dollar. En réaction à la vulnérabilité de telles stratégies, révélée par les attaques spéculatives et leurs conséquences en termes d'ajustements imposés par le FMI, la plupart des économies émergentes, plus que jamais adeptes de la croissance tirée par les exportations et des taux de change fixes, ont alors opté pour une moindre dépendance extérieure : dans la plupart des cas, les gouvernements nationaux ont choisi, contrairement aux préconisations du FMI et de la majorité des économistes, de maintenir une politique de change fixe, vis-à-vis du dollar, qui demeure la principale monnaie d'ancrage ; mais pour minimiser les risques d'attaques spéculatives, ils ont également réduit leur vulnérabilité externe, en se désendettant à l'égard du reste du monde et, le cas échéant, en accumulant d'importantes réserves de change, principalement en dollar. Conduite simultanément par presque tous les pays émergents, une telle stratégie de compression de la demande intérieure, visant à dégager un excédent de balance courante, implique nécessairement une sous-évaluation persistante des monnaies de ces pays, dont le corollaire est un déséquilibre persistant de la balance courante américaine et une tendance à la surévaluation du dollar. Ainsi s'explique l'émergence, au lendemain des crises financières asiatique et russe, d'une configuration fortement polarisée des flux financiers internationaux, les États-Unis devenant le pays en situation de déficit courant, tandis que l'ensemble des autres régions du monde dégagent des excédents extérieurs, encore accrus, au profit des pays exportateurs de pétrole, jusqu'en 2008 par la montée des cours mondiaux de matières premières ; la plupart des monnaies apparaissent alors sous-évaluées, tandis que la dépréciation

du dollar apparaît manifestement nécessaire à tout retour vers une configuration plus soutenable^{9 10}.

Dans la mesure où les autorités des pays émergents, notamment asiatiques, souhaitent maintenir une parité relativement sous-évaluée de leur monnaie par rapport au dollar, à la fois pour des raisons de compétitivité externe de leurs exportations et pour ne pas entamer la valeur de leurs réserves de change, majoritairement en dollar, la seule variable d'ajustement dans un tel système international – parfois désigné, à tort, comme un « Bretton Woods bis » – est la parité euro-dollar, qui fait ainsi office de « soupape » des marchés mondiaux des monnaies. Cette parité tend, dès lors, à sur-réagir aux déséquilibres, ce qui, dans la période récente et jusqu'à l'été 2008¹¹ a engendré une tendance à l'appréciation, vraisemblablement excessive au regard des positions externes et des déséquilibres bilatéraux, de l'euro vis-à-vis du dollar, donc de presque toutes les autres devises, arrimées à la monnaie américaine.

Une évolution pro-cyclique¹²

Comme se plaît à le souligner le Président de la BCE, la forte appréciation de l'euro au cours des années 2004-2008 a eu un effet bénéfique sur le pouvoir d'achat des résidents de la zone, en abaissant les prix des produits importés du reste du monde ou, pour le moins, en atténuant sensiblement la hausse des matières premières, notamment énergétiques. Mais, pour les mêmes raisons, la dépréciation initiale avait quelque peu nourri l'inflation, dans un contexte il est vrai fort différent, d'inflation mondiale très faible.

9. Cela semble tomber sous le sens mais n'est pas aussi évident qu'il n'y paraît, dès lors que l'on se pose la question de la transition entre la configuration actuelle des taux de change et celle qui semble souhaitable. Cf. Jean-Paul Fitoussi : « Exchange Rate Policy – Potential Global Imbalances Especially with Regard to Developments in Asia », Briefing Paper, Committee for economic and monetary affairs, Parlement européen, juin 2007.

10. Sur ces questions, voir, notamment, M. Aglietta et L. Berrebi, 2007, *Désordres dans le capitalisme mondial*, M. Dooley, D. Folkerts-Landau et P. Garber, 2004, « The revised Bretton Woods system », *International Journal of Finance and Economics*, vol. 9, n° 4, octobre.

11. En provoquant des phénomènes de « fuite vers la qualité » et des tendances à chercher les valeurs refuges, la crise financière de l'automne 2008 a provoqué, d'abord, une forte ré-appréciation du dollar.

12. Cette partie reprend et actualise l'analyse proposée dans J. Creel, E. Laurent et J. Le Cacheux, 2007, *op. cit.* Voir aussi A. Cartapanis, 2005, « Pour une politique de change contra-cyclique de l'euro », *Rencontres économiques d'Aix-en-Provence, L'Europe et les États-Unis*, Le Cercle des économistes, juillet.

Les relations entre les fluctuations de la valeur externe de l'euro et la conjoncture ont été plus problématiques. On s'attend en effet, habituellement, à une corrélation négative entre le taux de change nominal d'une monnaie et l'activité au sein de la zone monétaire correspondante, et ce, pour diverses raisons : les phases de haute conjoncture engendrent notamment des flux d'importations importants et nécessitent que les biens échangeables soient destinés de préférence au marché intérieur ; et à l'inverse, en période de basse conjoncture, la balance commerciale tend à s'améliorer et la demande extérieure prendra d'autant plus aisément le relais de la demande intérieure fléchissante que la monnaie se dépréciera, favorisant la compétitivité externe des exportateurs et renchérissant les importations. C'est d'ailleurs ce que l'on observe dans le cas des États-Unis et de la plupart des économies développées ayant une monnaie nationale autonome¹³. Or sur l'essentiel de la période d'existence de l'euro, son taux de change nominal a, au contraire, connu des évolutions procycliques, s'appréciant la plupart du temps dans les phases de croissance faible et se dépréciant lorsque la croissance était forte¹⁴.

La compétitivité externe, « dangereuse obsession » et incitation à la concurrence salariale

Outre qu'elle handicape la compétitivité externe des producteurs de la zone euro dans les périodes où, précisément, celle-ci leur permettrait de compenser la faiblesse de la demande intérieure par des ventes plus dynamiques en dehors de la zone euro, l'évolution du taux de change de la monnaie européenne a eu pour effet d'exacerber la course à la compétitivité-côût à l'intérieur de la zone, renforçant les incitations que subissent naturellement les gouvernements nationaux à poursuivre, dans un contexte d'union monétaire, des stratégies non coopératives dont les effets sur la croissance globale de la zone sont très négatifs¹⁵. En effet, la « dangereuse obsession »¹⁶ de la compétitivité externe est d'autant plus prégnante que le contexte

économique est celui d'une « économie de basse pression », dans laquelle le dynamisme de la demande intérieure est freiné par l'orientation prioritairement anti-inflationniste de la politique monétaire, tandis que l'appréciation réelle de la monnaie engendre une pression à la baisse sur les parts de marché à l'extérieur de la zone et peut susciter une mauvaise allocation des ressources internes (désindustrialisation accélérée).

Parce que les choix des gouvernements nationaux sont principalement guidés par des objectifs en termes de performances macroéconomiques nationales, et dans la mesure où l'unification monétaire les a privés des instruments monétaires qui leur permettaient naguère d'améliorer la compétitivité externe de leurs producteurs nationaux en dévaluant la monnaie nationale, les responsables nationaux sont désormais enclins à poursuivre les mêmes objectifs par d'autres moyens, dont la modération salariale, la concurrence sociale et la concurrence fiscale, avatars de la désinflation compétitive dans le contexte nouveau de l'union monétaire. Longtemps pratiquées par les plus petits pays de la zone, parce que les bénéfiques qu'ils en tirent sont, pour eux, plus élevé que les coûts, ces stratégies opportunistes nationales ont, plus récemment, été choisies par l'Allemagne qui, en raison notamment de la structure particulière de ses importations – dont près de deux tiers proviennent de pays non membres de la zone euro – tire avantage de l'appréciation externe de la monnaie européenne ; couplée à une politique rigoureuse de modération salariale et de concurrence fiscale¹⁷, cette tendance a permis à l'économie allemande de reconquérir la place de « premier exportateur mondial » qu'elle avait perdue après l'unification allemande, et de dégager, ces dernières années, des excédents commerciaux considérables, qui font pâlir d'envie les responsables

15. Sur les ressorts des stratégies macroéconomiques non coopératives au sein d'une union monétaire, et sur leurs conséquences négatives en termes de croissance économique globale de la zone, voir J. Le Cacheux, 2005, « Politiques de croissance en Europe : un problème d'action collective », *Revue économique*, mai. Sur les stratégies de « désinflation compétitive », voir J. Creel et J. Le Cacheux, 2006, « La nouvelle désinflation compétitive européenne », *Revue de l'OFCE*, n° 98, juillet.

16. L'expression est empruntée au titre d'un ouvrage du récent Prix Nobel d'économie, Paul Krugman.

17. Celle-ci s'est notamment traduite par des baisses substantielles du taux facial de l'impôt sur les bénéfices des sociétés et par la hausse de 3 points du taux normal de TVA, mise en œuvre le 1^{er} janvier 2007 et destinée à financer une baisse des charges sociales.

politiques des autres grands pays de la zone. Mais cette orientation a eu pour contrepartie une faiblesse persistante de la demande intérieure allemande, donc une faible contribution de celle-ci à la croissance de la zone euro. Et les réticences du gouvernement allemand à s'engager franchement dans un plan de relance coordonné au cours des semaines récentes illustrent, une fois encore, ces tentations opportunistes.

Cette stratégie de croissance allemande s'inscrit dans une perspective plus large, celle des performances économiques décevantes de la zone euro, déception qu'il convient de relier à la divergence entre petits et grands États membres.

La zone euro, entre stabilité nominale et instabilité sociale

Pour marquer les 10 ans de l'euro, la Banque centrale européenne et la Commission européenne¹⁸ ont chacune fait paraître un rapport récapitulatif des succès et les défis auxquels la zone euro demeure confrontée. Dans les deux documents, les performances économiques des États membres de la zone occupent une place importante : elles témoignent de succès indéniables, en termes d'inflation notamment, mais révèlent aussi un certain retard pris sur les États-Unis, notamment en termes de PIB par tête.

Pourtant, curieusement, aucun de ces deux documents ne produit une analyse systématique des économies des États membres de la zone euro sur un horizon long, ce qui permettrait de comparer leurs performances respectives au cours de trois périodes distinctes : celle précédant la phase de convergence vers la monnaie unique, *i.e.* la période qui précède l'adoption du traité de Maastricht en 1991 ; la phase de convergence post-Maastricht, et la période depuis l'adoption de l'euro, en 1999. En outre, dans les deux rapports, les performances économiques sont évaluées à partir d'un nombre restreint de variables et sur des échantillons temporels disparates. Enfin, les performances des grands pays de la zone euro (Allemagne, France et Italie) ne sont pas systématiquement

18. BCE (2008), « 10th anniversary of the ECB », *Monthly Bulletin*, Frankfurt am Main ; et Commission européenne (2008), EMU@10, « Successes and challenges after 10 years of EMU », *European Economy* 2, Economic and Financial Affairs, Directorate-General.

comparées à celles des États-Unis et des États-membres de l'UE-15 non membres de la zone euro : le Royaume-Uni, le Danemark et la Suède (« UE-3 » dans les paragraphes suivants).

Nous tentons ici de remédier à ces trois lacunes : nous étudions systématiquement les performances économiques de la zone euro en adoptant un échantillon élargi de variables, en distinguant trois périodes et en comparant les performances des grands pays de cette zone à celles des États-Unis et de l'UE-3.

Dans un souci de comparabilité avec les indicateurs suivis par les instances européennes et de pertinence économique, nous avons partagé les différentes variables appréhendées entre indicateurs nominaux et réels. On retrouvera ainsi dans la première catégorie trois des principaux indicateurs de convergence nominale préalable inscrits dans le traité d'Union européenne : le taux d'inflation, le déficit et la dette publics. À l'indicateur de taux d'intérêt nominal de long terme, nous avons préféré le taux d'intérêt réel de long terme, que nous avons donc rangé dans la catégorie des indicateurs réels. Quant au taux de change nominal, la partie précédente a d'ores et déjà analysé ses évolutions sur une base réelle. Aux indicateurs nominaux « à la Maastricht », nous avons ajouté les coûts unitaires de main-d'œuvre, source éventuelle d'amélioration de la compétitivité-coût, et la balance des comptes courants, caractéristique des besoins de financement globaux des États ou zones étudiés.

Parmi les indicateurs réels, outre le taux d'intérêt réel de long terme, on retrouvera les variables reflétant habituellement la création de richesse économique et la qualité de celle-ci : amélioration des niveaux de vie et de la productivité, et niveau du chômage ¹⁹.

19. Pour l'ensemble des indicateurs, nous avons utilisé les données d'Allemagne de l'Ouest jusqu'en 1991, et celle d'Allemagne (réunifiée) depuis. Les données pour la zone euro sont une moyenne arithmétique de ses États membres jusqu'en 1995, puis les données agrégées par l'OCDE à partir de 1996. Les données pour les grands pays de la zone euro et pour ceux de l'UE-3 sont des moyennes pondérées par le poids du PIB en valeurs de chaque pays dans le PIB total de la zone étudiée en 2005. Pour les pays de l'UE-3, les taux de change nominaux de 2005, exprimés en dollars, ont été utilisés pour exprimer les PIB dans une monnaie commune.

La stabilité nominale, comme ailleurs

Les performances de la zone euro en termes d'inflation paraissent très favorables depuis l'adoption de la monnaie unique. Le tableau 1 révèle en effet que jamais en trente ans les pays qui forment cette zone n'avaient connu un taux d'inflation aussi bas. En outre, la dispersion temporelle des taux d'inflation ainsi que la dispersion entre pays de ces taux d'inflation (non montrée ici) n'ont jamais été aussi faibles dans l'histoire européenne. La stabilité des prix et la stabilité de l'inflation (*i.e.* sa faible dispersion évaluée grâce aux écarts-types) font partie des grands succès, historiques, de la zone euro. Seule l'Irlande avait fait mieux dans la décennie précédant l'adoption de l'euro, mais il est vrai que l'Irlande a continué de profiter d'une croissance forte après l'adoption de l'euro et, surtout, d'un taux d'intérêt réel égal en moyenne à 0,7 point sur l'ensemble de la période, ce qui a favorisé l'émergence de l'inflation.

Ce succès historique ne se rencontre pas dans le cas américain : l'épisode de « grande modération des prix » y est plus précoce ; mais les pays de l'UE-3 ont vu, comme ceux de la zone euro, leurs performances en termes d'inflation atteindre leur maximum après 1999. Cela tempère quelque peu le succès de la zone euro en ce domaine : il n'est pas exclusif.

Il est sans doute intéressant de noter, à ce propos, que les bonnes performances en termes d'inflation de l'UE-3 sont, moins qu'en zone euro, dépendantes de bonnes performances en terme de coûts unitaires de main-d'œuvre : les causes ayant prévalu à la désinflation ne sont donc pas forcément communes. Ainsi, les coûts de main-d'œuvre dans l'UE-3 ont atteint leur minimum dans la décennie qui a précédé l'adoption de l'euro, alors qu'il faut attendre qu'il ait été adopté pour qu'ils atteignent leur point bas dans la zone euro. En comparaison avec les pays de la zone euro, les pays de l'UE-3 ont des taux d'intérêt réels d'un point supérieur en moyenne : la politique monétaire et les conditions financières expliquent mieux les bonnes performances d'inflation que l'évolution des coûts du travail. Une lecture inversée de ces relations doit être faite dans le cas de la zone euro, avec des conséquences distinctes sur les taux de

chômage (*cf. infra*). Les États-Unis accréditent cette grille de lecture, séquentielle dans leur cas et les situant à mi-chemin entre la zone euro et l'UE-3 : « grande modération » atteinte alors que la croissance des coûts de main-d'œuvre était la plus faible, puis léger rebond de l'inflation réalisé au moment où le taux d'intérêt réel était au plus bas dans l'histoire de ces trente dernières années.

Outre leurs performances en termes d'inflation, les pays de la zone euro ont connu des déficits publics (exprimés en pourcentage du PIB) très bas dans leur histoire depuis que l'euro a été adopté : alors que la moyenne de ces déficits avait été particulièrement stable avant et après la phase de convergence à la monnaie unique (4,45 et 4,47 % du PIB, respectivement avant et après 1991 pour les trois grands pays de la zone euro ; 4,0 et 4,23 % du PIB pour l'ensemble de la zone euro), la moyenne a été réduite de moitié depuis 1999. Les contraintes du Pacte de stabilité et de croissance semblent donc avoir porté leurs fruits, en termes d'amélioration de la discipline budgétaire, et quoiqu'en disent celles et ceux qui reprochent à tel ou tel pays de s'affranchir de ses règles. Hormis peut-être la France, aucun des autres pays mis à l'index n'a pu l'être en dehors d'une période très temporaire. La France a certes un déficit public moyen (non montré ici) supérieur entre 1999 et 2008 à ce qu'il avait été en moyenne dans la décennie ayant précédé l'adoption du traité de Maastricht ; cependant, il s'est installé en moyenne en deçà de la barre des 3 % du PIB depuis 1999, après avoir été en moyenne de l'ordre de 4,5 % du PIB lors de la décennie précédente. On notera que les déficits publics de l'UE-3 et des États-Unis ont été au plus bas, eux aussi, depuis l'adoption de l'euro. Les avantages des pays de la zone euro, à nouveau, ne sont pas exclusifs.

Leur situation en termes de dettes publiques nettes ²⁰ est, cette fois, spécifique, mais elle ne leur est pas favorable. En effet, les grands pays de la zone euro ont tiré la dette publique moyenne de l'ensemble de la zone euro

20. Sans surprise, les données de dette publique brute au sens de Maastricht ne sont pas disponibles pour les États-Unis. Afin d'établir une comparaison internationale, nous avons privilégié la dette publique nette des actifs détenus par les administrations publiques dont, en outre, la pertinence économique est plus grande que celle de dette publique brute.

vers le haut depuis 1999. Dans le même temps, les pays de l'UE-3 et les États-Unis voyaient baisser leurs dettes publiques. La crise financière actuelle va retarder la convergence vers les niveaux de dette de la décennie précédant 1991, mais elle ne modifiera sans doute pas la divergence de situation entre zone euro et UE-3, par exemple : les uns et les autres sont confrontés à la nécessité de recourir à la politique budgétaire et à son financement par emprunt pour tenter de remédier à la récession.

Le recours plus grand à l'endettement public depuis 1999 dans les grands pays de la zone euro, sans compter les conséquences encore non chiffrées de la crise financière sur les finances publiques, doit être mis en regard de leurs performances en termes de balance courante : avant la crise et depuis l'adoption de la zone, ces trois pays ont connu en moyenne un solde positif historique. Plus fortes dettes publiques et plus fortes créances privées ne sont pas signes de déséquilibre global, mais d'une répartition particulière de l'endettement national entre sphères privée et publique. Cette affirmation doit cependant être largement atténuée : la grande dispersion temporelle des soldes des comptes courants de ces trois pays reflète aussi les écarts entre eux, la moyenne étant tirée vers le haut par l'Allemagne, alors que la France et l'Italie ont connu des déficits de leurs comptes courants. Pour autant, au regard des données de soldes courants, les États, grands et petits de la zone euro, se distinguent moins des pays de l'UE-3 et des États-Unis qu'à regarder seulement les dettes publiques : une partie du gonflement de leur endettement public a eu pour contrepartie un moindre endettement privé, au contraire des États-Unis et du Royaume-Uni jusqu'à ce qu'éclate la crise financière.

Moins de croissance et un rebond du chômage

Venons-en maintenant aux vrais indicateurs de performances économiques. Si inflation faible et finances publiques plus proches de l'équilibre caractérisent la zone euro depuis dix ans, il faut bien aussi ajouter à ces caractéristiques une croissance économique et une productivité faibles, l'une et l'autre n'ayant pas permis aux États membres de la zone euro de renouer avec les taux de chômage plus bas caractéristiques de la décennie ayant précédé la phase de convergence vers la monnaie unique.

Tableau 1 : Performances nominales et réelles de la zone euro
Indicateurs nominaux

Taux d'inflation	1979-1991		1992-1998		1999-2008	
	Moyenne	Écart-type	Moyenne	Écart-type	Moyenne	Écart-type
Grands pays Zone euro	6,3	3,6	2,7	1,1	1,8	0,3
Zone euro	8,1	3,3	3,1	1,5	2,2	0,6
UE hors Zone euro			2,3	0,8	1,7	0,6
US	5,9	3,5	2,6	0,5	2,8	0,7

Coûts unitaires de main-d'œuvre	1979-1991		1992-1998		1999-2008	
	Moyenne	Écart-type	Moyenne	Écart-type	Moyenne	Écart-type
Grands pays Zone euro	6,0	3,4	1,6	1,8	1,4	0,7
Zone euro	5,9	2,8	1,8	1,7	1,7	0,6
UE hors Zone euro	7,6	4,4	1,9	1,6	2,5	0,8
US	4,8	2,9	1,9	0,9	2,3	1,0

Solde public (en pourcentage du PIB)	1979-1991		1992-1998		1999-2008	
	Moyenne	Écart-type	Moyenne	Écart-type	Moyenne	Écart-type
Grands pays Zone euro	- 4,5	0,7	- 4,5	1,3	- 2,4	1,2
Zone euro	- 4,0	0,8	- 4,2	1,3	- 1,7	1,0
UE hors Zone euro	- 2,6	2,0	- 4,6	2,9	- 0,8	2,1
US	- 4,0	1,4	- 2,9	2,290	- 2,6	2,4

Dette publique nette (en pourcentage du PIB)	1979-1991		1992-1998		1999-2008	
	Moyenne	Écart-type	Moyenne	Écart-type	Moyenne	Écart-type
Grands pays Zone euro	28,0	8,1	48,9	7,3	55,0	2,9
Zone euro	28,0	9,7	46,6	6,5	48,4	2,7
UE hors Zone euro	20,9	5,4	33,6	7,3	27,0	4,7
US	36,5	8,4	52,0	3,2	41,4	3,8

Compte courants (en pourcentage du PIB)	1979-1991		1992-1998		1999-2008	
	Moyenne	Écart-type	Moyenne	Écart-type	Moyenne	Écart-type
Grands pays Zone euro	0,1	1,1	0,4	0,9	1,1	0,8
Zone euro	- 0,0	1,2	0,5	0,8	0,3	0,5
UE hors Zone euro	- 3,1	1,2	- 0,5	0,8	- 1,0	0,7
US	- 1,4	1,4	- 1,6	0,5	- 4,9	1,0

Source des tableaux : OCDE.

Le surplus de croissance réalisé depuis l'adoption de l'euro a été insuffisant pour que les États membres de la zone renouent avec la croissance annuelle moyenne des années précédant 1992. Depuis dix ans, la croissance annuelle du PIB en volume est proche de 2 % dans la zone euro, soit un demi point de moins que durant la période s'étalant entre 1979 et 1991, pourtant caractérisée par plusieurs chocs exogènes importants (chocs pétroliers, crises boursières et financières). En contraste, les pays de l'UE-3 n'ont jamais connu de croissance aussi forte depuis trente ans.

Quant aux États-Unis, mieux lotis entre 1992 et 1998, pendant la bulle des nouvelles technologies, ils ont réussi à maintenir un taux de croissance annuel moyen comparable ces dix dernières années à ce qu'il avait été entre 1979 et 1991. L'économie américaine semble être plus résiliente que celle de la zone euro. Au contraire des États-Unis, les pays de la zone euro ont cependant connu une croissance plus stable depuis dix ans, la dispersion temporelle du taux de croissance agrégé moyen n'ayant jamais été aussi faible depuis trente ans.

Tableau 2 : Performances nominales et réelles de la zone euro
Indicateurs réels

Taux de croissance du PIB en volume (en %)	1979-1991		1992-1998		1999-2008	
	Moyenne	Écart-type	Moyenne	Écart-type	Moyenne	Écart-type
Grands pays Zone euro	2,6	1,2	1,5	1,2	1,7	1,0
Zone euro	2,5	1,2	1,8	1,2	2,1	1,0
UE hors Zone euro	2,0	2,1	2,6	1,4	2,7	0,7
US	2,7	2,4	3,6	0,8	2,6	1,2

Taux de croissance du PIB par tête (en %)	1979-1991		1992-1998		1999-2008	
	Moyenne	Écart-type	Moyenne	Écart-type	Moyenne	Écart-type
Grands pays Zone euro	1,8	1,4	1,3	1,2	1,6	1,0
Zone euro	1,7	1,4	1,4	1,3	1,8	1,0
UE hors Zone euro	1,6	2,1	2,4	1,2	2,0	0,7
US	1,4	2,4	2,5	0,7	1,3	1,1

Taux de chômage (en % de la population active)	1979-1991		1992-1998		1999-2008	
	Moyenne	Écart-type	Moyenne	Écart-type	Moyenne	Écart-type
Grands pays Zone euro	6,6	1,5	9,5	0,9	8,5	0,7
Zone euro	7,5	1,6	9,9	0,8	8,2	0,6
UE hors Zone euro	8,2	1,8	8,3	1,4	5,1	0,3
US	7,0	1,4	5,9	1,1	5,0	0,7

Taux d'intérêt réel de long terme (en %)	1979-1991		1992-1998		1999-2008	
	Moyenne	Écart-type	Moyenne	Écart-type	Moyenne	Écart-type
Grands pays Zone euro	4,5	2,1	4,7	0,8	2,5	0,9
Zone euro	2,9	1,9	4,3	0,7	2,2	0,9
UE hors Zone euro	1,4	0,5	5,3	0,7	3,0	0,9
US	4,3	3,2	3,8	0,5	1,9	1,0

Taux de croissance de la productivité du travail (en %)	1979-1991		1992-1998		1999-2008	
	Moyenne	Écart-type	Moyenne	Écart-type	Moyenne	Écart-type
Grands pays Zone euro	1,7	0,8	1,7	0,8	0,8	0,5
Zone euro	1,8	0,6	1,6	0,8	0,8	0,4
UE hors Zone euro	1,6	1,4	2,5	0,8	1,7	0,6
US	1,0	1,3	1,6	1,0	1,8	0,7

Source des tableaux : OCDE.

Un beau conte pour les petits, de mauvais comptes pour les grands

En vérité, les performances de croissance des pays de la zone euro cachent des situations disparates entre ses États membres. Un fossé s'est creusé entre grands et petits pays de la zone euro, fossé dont témoigne le maigre surplus de croissance réalisé depuis 10 ans dans les grands pays : en moyenne, entre la phase de convergence et la phase d'adoption de l'euro, les grands pays de la zone euro ont bénéficié d'un gain annuel de 0,2 point, *i.e.* moitié moindre

de celui de l'ensemble de la zone. Ainsi, la France qui avait connu une croissance très faible dans la phase de convergence vers l'euro fait-elle ici figure d'exception : le surplus de croissance annuelle réalisé depuis 1999 a été proche de la moyenne de l'ensemble de la zone euro. Les pays ayant eu les meilleures performances de croissance depuis l'adoption de l'euro sont des pays de taille moyenne (Espagne) ou petite (Finlande, Grèce et Irlande) : leur croissance annuelle moyenne du PIB a été supérieure à celle de la décennie précédant 1992.

Ces disparités entre grands et petits pays de la zone euro se retrouvent dans l'évolution des niveaux de vie des populations : pour l'ensemble de la zone euro, le PIB par tête a connu un taux de croissance maximal depuis trente ans lors de la phase d'adoption de l'euro ; la même statistique pour les grands pays de la zone euro ne permet pas d'établir la même conclusion : la croissance du niveau de vie y était plus forte avant l'accélération du processus d'intégration monétaire. Les écarts de niveau de vie ont grandi depuis dix ans entre les pays de la zone euro et de l'UE-3 : le PIB par tête dans les seconds a augmenté d'un quart de point de moins que dans les premiers.

Les maigres performances en termes de croissance des pays de la zone euro, notamment des plus grands d'entre eux, se sont accompagnées d'une faible réduction du taux de chômage : en moyenne, depuis dix ans, le taux de chômage de la zone euro est resté au-dessus de 8 % de la population active, celui des grands pays de la zone euro ayant été proche de 8,5 %. L'amélioration, faible, en ce domaine est comparable à celle des États-Unis, partis d'un niveau plus faible, mais elle est décevante au regard de la baisse de trois points en moyenne réalisée par les pays de l'UE-3 entre les périodes 1992-1998 et 1999-2008. Certes, les qualités de cette amélioration sensible peuvent être discutées, le Royaume-Uni, par exemple, ayant recouru pour y parvenir à des emplois publics et à des investissements privés massifs dans le secteur de la finance – deux moyens d'améliorer les statistiques du chômage qui pourraient s'avérer difficiles à pérenniser dans la phase de turbulences financières et d'endettement public massif que connaît aujourd'hui son économie. Dans le même temps, l'Allemagne a tout misé sur la flexibilité de son marché du travail pour contrer les délocalisations et améliorer sa compétitivité ; malgré cela, le taux de chômage a augmenté en moyenne depuis l'adoption de l'euro, et la récession de l'économie mondiale va toucher autant l'Allemagne que le Royaume-Uni. Leurs écarts de performance en termes de chômage pourraient donc subsister. Il n'est sans

Encadré : L'euro, mal aimé ?

Que pensent les 320 millions de citoyens de la zone euro de leur monnaie commune ? Il est impossible de le savoir en consultant la littérature officielle, pourtant abondante et riche, consacrée au dixième anniversaire de l'euro. Le rapport de la Commission européenne, « EMU@10 », y consacre indirectement un encadré (« perceptions publiques de l'inflation dans la zone euro », page 32), qui tente d'expliquer pourquoi les citoyens contestent avec obstination le premier succès de l'UEM mis en avant par les institutions européennes : la maîtrise de l'inflation. Selon la Commission européenne, « le soutien populaire [accordé à l'euro] est corrélé avec l'inflation ». Plus précisément, « la perception de l'inflation est un facteur important de la perception de la monnaie unique par l'opinion publique ». Mais cette analyse entre en contradiction avec les données disponibles les plus récentes sur la confiance dans l'euro, rassemblées dans Eurobaromètre de novembre 2006.

En effet, d'un côté, selon les données du rapport de la Commission européenne, la « perception de l'inflation » a augmenté quand l'inflation a augmenté avec l'introduction de l'euro à partir de 1999, puis s'est stabilisée entre 0,5 et 1 point de pourcentage au-dessus de l'inflation réelle à partir de 2004, et enfin perception et réalité de l'inflation se sont quasiment confondues fin 2007 avant d'augmenter toutes deux début 2008 (graphique présenté p. 32).

Or, de l'autre côté, selon Eurobaromètre, la confiance dans l'euro s'est continuellement dégradée entre 2002 et 2006 (sauf entre novembre 2003 et novembre 2004, où elle s'est légèrement améliorée) : alors qu'ils étaient 59 % à trouver l'euro « avantageux » en septembre 2002, les Européens n'étaient plus que 48 % à déclarer cette opinion en septembre 2006 (la proportion d'opinion négative passant de 29 % à 38 %). 86 % des citoyens insatisfaits le sont du fait de l'inflation, et pas moins de 93 % des citoyens pensaient en 2006 que l'euro avait accru l'inflation.

Étonnamment, il n'existe pas de chiffres plus récents et plus détaillés de la satisfaction des Européens à l'égard de l'euro : Eurobaromètre consacre depuis 2006 toutes ses enquêtes d'opinion sur l'euro aux nouveaux États membres. La seule source disponible depuis 2006 sur la question est une enquête Louis Harris publiée dans le Financial Times du 29 janvier 2007 sous le titre « Les Européens ont toujours une sombre opinion de l'euro », qui rapporte que deux tiers des Italiens, des Espagnols, des Français et plus de la moitié des Allemands pensent que l'euro a dégradé leur économie nationale.

se trompent énormément ; le second est que précisément pour cette raison, aucun pays ne souhaite dépendre de leurs errements ; le troisième est que la zone euro a su (enfin) mettre la doctrine qui préside à l'organisation de sa gouvernance entre parenthèses, pour se préoccuper des objectifs qui importent vraiment pour ses populations. Savoir si cet épisode fera office d'exception ou au contraire d'apprentissage d'une nouvelle forme de gouvernement est une toute autre affaire. Mais, pour l'instant, en Suède, au Danemark et surtout en Islande, mais aussi à l'Est, les sondages d'opinion montrent que l'euro fait plus que jamais envie, voire rêver, les citoyens européens.

Comment réconcilier ces réalités contradictoires ? Un moyen consiste à tirer de notre examen le portrait robot du pays-type qui a le plus bénéficié du passage à l'euro : c'est un petit pays, ouvert aux échanges commerciaux et financiers, qui a trouvé dans l'euro le bouclier idéal contre les chocs de la mondialisation et un accélérateur de sa prospérité par l'échange européen. Or, ce sont les grands pays qui détiennent la clé de la prospérité et de la stabilité européennes, et, *in fine*, de celles des petits pays. La stratégie de croissance allemande, consistant à se transformer en petit pays en misant à outrance sur l'exportation et la compétitivité, se révèle non seulement inefficace mais coûteuse pour l'avenir même du projet européen, qui s'abîme dans la concurrence sociale et fiscale. Les dix prochaines années ne seront vraiment assurées qu'à la condition que les institutions économiques européennes soient réformées pour permettre aux grands pays de bénéficier de la prospérité promise à leurs citoyens. La zone euro doit réaliser au cours de sa prochaine décennie qu'elle n'est pas une collection de petits pays en concurrence, mais un grands pays, puissant parce que solidaire. ■

Abonnements

Tél/ 01 45 49 83 64 - Fax/ 01 45 49 83 34

Directeur de la publication :

Jean-Paul Fitoussi

ISSN N° 0751-66 14 ■ Commission paritaire n° 65424

Mise en pages : Claudine Houdin

Imprimerie Bialec, Nancy

Prix : 4,20 €

doute pas inutile de noter que le taux de croissance de la productivité du travail en Allemagne a baissé de 0,8 point entre la phase de convergence et la phase d'adoption de l'euro, en dépit d'une politique de flexibilisation entamée en 2000. Ces faibles performances en termes de productivité de l'Allemagne ne lui sont pas spécifiques : l'ensemble des pays de la zone euro ont connu en moyenne un taux de croissance fort bas de la productivité du travail.

Le tableau statistique de dix années d'euro est donc loin d'être idyllique. Si l'inflation a été terrassée, elle ne l'a pas été qu'en zone euro et les événements de l'année 2007 et du premier semestre 2008 ont montré que celle-ci n'était pas immunisée contre un regain de tension sur les marchés mondiaux de matières premières. Certes, la croissance économique est stable, mais elle est faible. Stabilité de l'inflation (hors chocs externes) et stabilité de la croissance sont supposés réduire l'incertitude attachée aux cycles économiques. Mais les performances réelles de la zone viennent accroître cette incertitude : le maintien de taux de chômage élevés pèsent sur les capacités budgétaires des États et

confrontent sans cesse les économies de la zone à des risques d'instabilité sociale ; la stagnation des niveaux de vie affaiblit la légitimité du projet européen. En dix ans, la zone euro n'a pas réussi à relever le défi de devenir une région économique dynamique et équitable.

Vers la crise d'adolescence ?

La situation actuelle de la zone euro reflète bien la tension interne-externe signalée en ouverture de cette lettre. D'un côté, la fracture mal réduite de la fin des années 1990 entre pays du Nord et du Sud resurgit sous la forme d'une divergence de plus en plus préoccupante en matière de taux d'intérêt de long terme. Les marchés parieraient sur un éclatement à venir de la zone euro. La stabilité de celle-ci paraît également menacée (voir encadré) par un déficit de légitimité qui paraît aller en s'aggravant. De cette double distance, entre pays membres et entre citoyens et monnaie unique, on pourrait conclure que l'horizon de l'euro s'assombrit. On croit généralement ce que l'on désire, car il est trois enseignements (au moins) que l'on peut tirer de la crise financière. Le premier est que les marchés